

表活油化双龙头，服务业务前景向好

投资要点

- **表面活性剂与油脂化工龙头，公司业绩持续向好。**公司是专业从事日用化工研发和生产的高新技术企业，主营业务包括表面活性剂和油脂化工产品的研发和生产经营；现有表面活性剂产能54.8万吨/年，油脂化工产品产能90万吨/年，均处于行业龙头地位。2017年，公司营业收入到达69.08亿元，同比增长58.42%；归母净利润1.59亿元，同比增长5.03%。2018年以来，得益于公司经营模式的改变，虽然营业收入同比小幅下降，但前三季度归母净利润1.51亿元，同比增速达到82.73%。
- **表面活性剂行业领军企业，转变销售模式稳定利润。**我国表面活性剂行业目前处于产销平衡状态，自2014年产销量大幅提升以来，目前产销量一直稳定维持在约200万吨左右。2018年以来，公司积极应对棕榈油等原料持续下跌影响，加强材料采购及存货库存头寸管理，与下游部分战略客户形成原材料与产品价格联动的定价传导机制，改变与客户之间的产品销售及加工定价模式，增大客户来料加工结算业务，减少材料价格大幅波动对公司产品毛利的影响。2018年公司获利能力有所回升，2018年上半年表面活性剂产品毛利率达到12.44%，同比增加2.96个百分点。
- **油脂化工行业整合成效初显，看好未来发展。**公司先后收购杭州油化、南通凯塔、杜库达三家公司股权，是国内油脂化工行业的龙头企业；目前主要由三家子公司负责经营油脂化工业务，产销规模稳步提高。2018年上半年，公司销售油化产品29.93万吨，同比增长21.50%；其中，控股子公司南通凯塔和杜库达油化产品销售规模较上年同比增长24.73%。在棕榈油原材料采购方面吸取了2016年底高位囤货导致跌价损失的教训，尽可能做好材料采购与产销平衡；2018年上半年油脂化工业务毛利率达到10.85%，同比增加4.25个百分点。
- **检测与环保快速发展，将成新的支柱业务。**公司目前产业布局由表面活性剂及油脂化学品精细化工制造为主，向第三方检测、环保治理工程及营维服务领域延伸，逐步形成“制造+服务”的双轮驱动产业发展格局。
- **盈利预测与评级。**预计2018-2020年EPS分别为0.72元、0.93元、1.05元，对应PE分别10X、8X、7X；参考可比公司（嘉化能源、拉芳家化）2018-2020年PE分别为14X、12X、10X，公司估值低于可比公司估值，给予公司未来六个月11X估值，对应目标价为10.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**上游原料价格大幅波动，表面活性剂和油脂化工产品价格大幅下降，并购标的如未达业绩承诺导致商誉减值的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6908.28	7856.09	9141.18	10066.39
增长率	58.42%	13.72%	16.36%	10.12%
归属母公司净利润(百万元)	159.43	306.16	391.89	444.40
增长率	5.03%	92.04%	28.00%	13.40%
每股收益EPS(元)	0.38	0.72	0.93	1.05
净资产收益率ROE	5.78%	12.45%	13.99%	13.96%
PE	20	10	8	7
PB	1.47	1.31	1.15	1.02

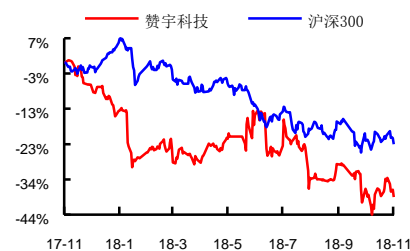
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.23
流通A股(亿股)	2.59
52周内股价区间(元)	6.62-12.08
总市值(亿元)	30.53
总资产(亿元)	65.86
每股净资产(元)	5.25

相关研究

目 录

1 表面活性剂与油脂化工龙头，公司业绩持续向好	1
1.1 表活油化双支柱，龙头企业优势明显	1
1.2 多项业务支撑业绩，盈利能力不断提升	2
2 表面活性剂行业领军企业，转变销售模式稳定利润	4
2.1 行业发展稳定向好，下游需求热度不减	4
2.2 积极应对原料价格波动，销售利润率稳步提升	8
3 油脂化工行业整合成效初显，看好未来发展	9
3.1 行业格局重塑，发展空间巨大	9
3.2 子公司产能持续增长，公司业绩向好	12
4 检测与环保快速发展，将成新的支柱业务	13
4.1 检测业务利润率高，有望继续做强做大	13
4.2 开拓环保业务，将成新的业绩增长点	14
5 实际控制人变更，公司有望发展提速	15
6 盈利预测与估值	16
7 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	2
图 2: 公司营业收入及增速.....	3
图 3: 公司归母净利润及增速.....	3
图 4: 公司历年营业收入结构.....	3
图 5: 公司 2017 年各业务营收占比.....	3
图 6: 公司历年毛利率净利率.....	4
图 7: 公司主要业务毛利率.....	4
图 8: 公司三项费用率.....	4
图 9: 公司研发费用.....	4
图 10: 公司产品产业链.....	6
图 11: 我国表面活性剂产销量及增速.....	6
图 12: 我国规模以上表面活性剂生产企业数量 (家).....	6
图 13: 我国各类表面活性剂产量 (万吨).....	7
图 14: 我国各类表面活性剂销量 (万吨).....	7
图 15: 阴离子和非离子表面活性剂出口地区分布.....	7
图 16: 阴离子和非离子表面活性剂进口地区分布.....	7
图 17: 表面活性剂主要原料产量及增长率.....	8
图 18: 合成洗涤剂产量及增长率.....	8
图 19: 公司毛利率随棕榈油价格变化.....	8
图 20: 油脂化工产业链.....	9
图 21: 我国主要油化产品产量 (万吨).....	10
图 22: 我国主要油化产品表观需求量 (万吨).....	10
图 23: 马来西亚棕榈油产量 (万吨).....	10
图 24: 我国棕榈油进口量与总消费量 (万吨).....	11
图 25: 世界棕榈油产能结构 (万吨).....	11
图 26: 硬脂酸价格 (元/吨).....	11
图 27: 脂肪醇进口量及增速.....	12
图 28: 油酸进口量及增速.....	12
图 29: 2017 年主要油化企业脂肪酸产能 (万吨).....	13
图 30: 子公司脂肪酸产能 (万吨).....	13
图 31: 检测业务营收及增速.....	14
图 32: 公司股权结构.....	15

表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	1
表 2: 公司参股或控股公司.....	1
表 3: 公司产业拓展历程.....	2
表 4: 表面活性剂按电离特性分类.....	5
表 5: 公司污水处理在建项目.....	15
表 6: 分业务收入及毛利率.....	16
表 7: 可比公司估值表.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 表面活性剂与油脂化工龙头，公司业绩持续向好

1.1 表活油化双支柱，龙头企业优势明显

公司是专业从事日用化工、表面活性剂等领域研发和生产的高新技术企业，是国内生产表面活性剂的龙头企业之一，公司经过多年的技术研发和市场开拓，依托数量众多、终端影响力强的客户群体建立了遍布全国的销售网络，现已有 17 家参控股子公司。公司主营业务包括表面活性剂和油脂化工产品的研发和生产经营，并提供食品安全、环境、职业卫生等第三方检测认证服务。公司在 2017 年收购新天达美之后，开始进军环保领域，开展污水处理业务。公司主要产品为 AES、AOS、磺酸、MES 等阴离子表面活性剂，6501 等非离子表面活性剂，以及以脂肪酸为主的油脂化工产品。公司客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、立白、白猫、蓝月亮、南风化工、威莱、拉芳等国际、国内知名品牌日化企业。产品出口至欧美、东南亚地区。

表 1：公司主要产品

大类	小类	产业基地	备注
表面活性剂	阴离子	AES、AESA、LSA、AOS、K12、SPS、SS、MES、LAS 等	主要应用于日用化工行业中洗涤剂、个人洗涤护理用品和工业硬表面清洗中，也可用于纺织印染、石油、选矿、建材、皮革、造纸、金属加工等行业。
	非离子	6501、CMEA、SME 等	
	两性离子	CAB-30、CAO、BS-12 等	
油脂化学品	精制甘油（丙三醇）、脂肪醇、脂肪酸、脂肪酸甲酯等		
工业助剂	加脂剂、脱脂剂、塑料助剂、水泥添加剂等		

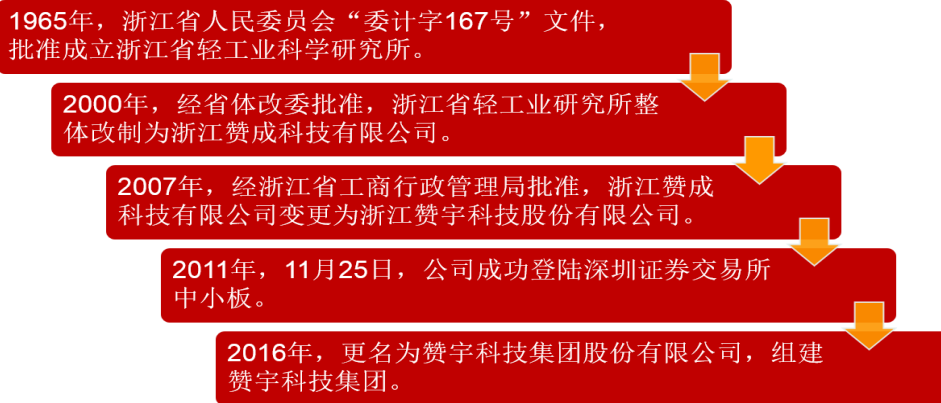
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 2：公司参股或控股公司

被参控股公司	直接持股比例 (%)	主营业务
PT Dua Kuda Indonesia	60.00	制造业
浙江赞宇科地股权投资合伙企业(有限合伙)	96.89	商务服务业
嘉兴赞宇科技有限公司	100.00	制造业
武汉新天达美环境科技股份有限公司	73.82	污水处理业
浙江赞宇新材料有限公司	100.00	制造业
杭州油脂化工有限公司	100.00	制造业
南通凯塔化工科技有限公司	60.00	制造业
河北赞宇科技有限公司	100.00	制造业
浙江赞宇检测技术有限公司	100.00	检测服务
KINGMOUNT INTERNATIONAL PTE. LTD.	100.00	贸易
四川赞宇科技有限公司	70.00	制造业
江苏赞宇科技有限公司	51.00	制造业
邵阳市赞宇科技有限公司	70.00	制造业
湖北维顿生物科技有限公司	65.00	制造业
杭州绿普化工科技股份有限公司	60.00	制造业
天门市诚鑫化工有限公司	65.00	制造业
江苏金马油脂科技发展有限公司	60.00	制造业

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司前身是成立于 1965 年的浙江轻工业研究所，。2000 年改制为浙江赞成科技有限公司，2007 年变更为股份有限公司，更名“浙江赞宇科技股份有限公司”。2011 年 11 月 25 日，公司成功登陆深圳证券交易所中小板。2016 年，更名为“赞宇科技集团股份有限公司”，组建赞宇科技集团。2011 年上市后，公司进行多次收购，整合油脂化工领域，并拓展业务范围。

图 1：公司历史沿革


数据来源：公司公告，西南证券整理

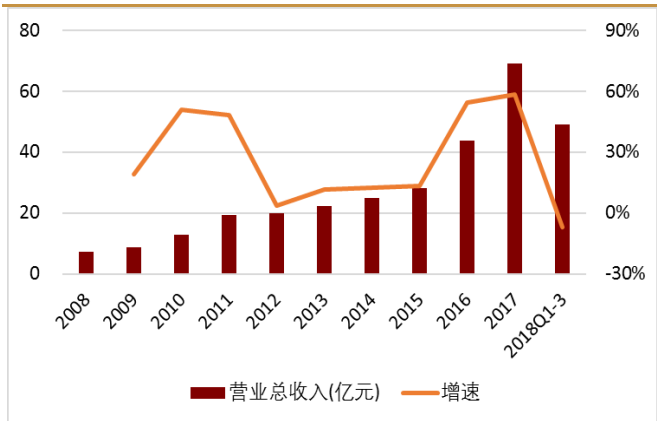
表 3：公司产业拓展历程

年份	事件
2012 年	收购杭州油脂化工有限公司 86.84% 股权
2016 年	收购杭州市环境检测科技有限公司 70% 股权、浙江杭康检测技术有限公司 75% 股权
2016 年	竞拍取得杭州油脂化工有限公司 13.16% 的股权，杭州油化成为公司全资子公司
2016 年	收购南通凯塔化工科技有限公司和杜库达(印尼)有限公司各 60% 股权
2017 年	收购杭州绿普化工科技股份有限公司
2017 年	收购武汉新天达美环境科技股份有限公司
2018 年	设立全资子公司“眉山赞宇科技有限公司”，投资建设“年产 12 万吨绿色表面活性剂项目”
2018 年	收购韶关市兴亚表面活性剂有限公司 100% 股权

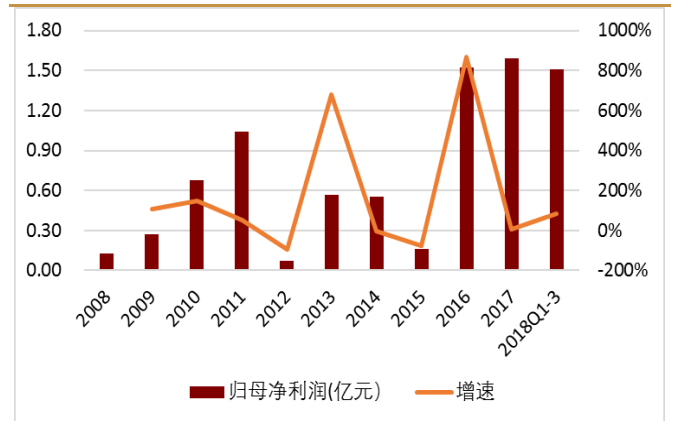
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 多项业务支撑业绩，盈利能力不断提升

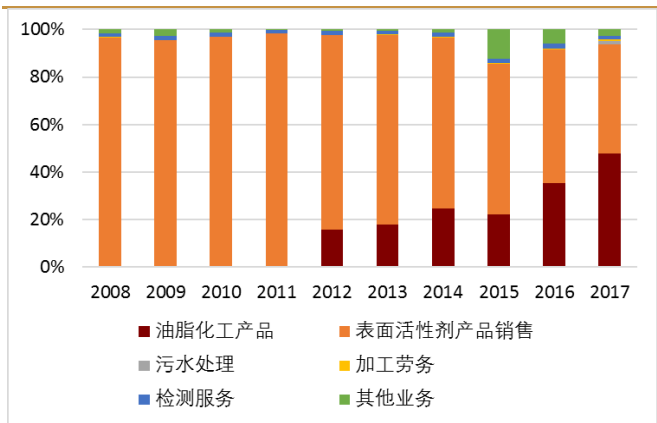
2015 年以来，公司营业收入快速增长，净利润也一直保持在较高水平。2017 年，公司总营业收入到达 69.08 亿元，同比增长 58.42%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 5.03%。2018 年以来，得益于公司经营模式的改变，虽然营业收入同比小幅下降，但前三季度归母净利润 1.51 亿元，同比增速达到 82.73%。随着 2012 年来，公司对多家油脂化工企业的整合收购，使得公司继表面活性剂之后，又成为油脂化工行业龙头。目前公司油脂化工业务主要由杭州油化、南通凯塔和杜库达三家控股子公司负责生产经营，产销规模稳步提高。油脂化工产品的营收在公司总营收中的占比不断上升，在 2017 年占比已达 47.74%，已成为最高营收来源。同时，收购新天达美、进入污水处理产业产生的收益也开始显现。

图 2：公司营业收入及增速


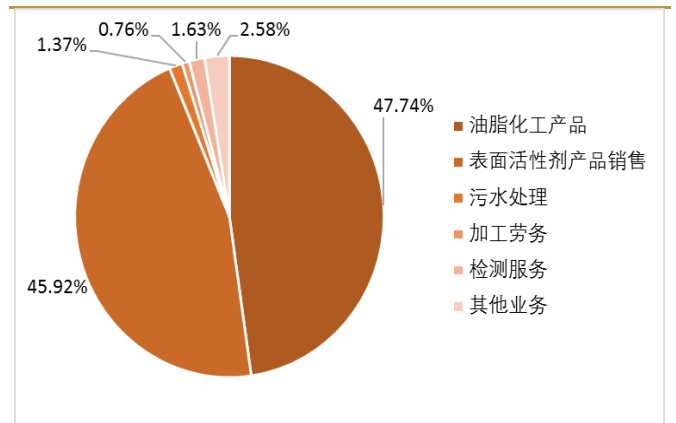
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司归母净利润及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司历年营业收入结构


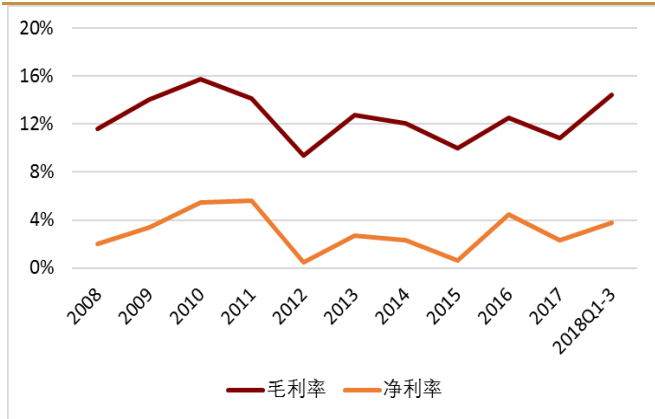
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司 2017 年各业务营收占比


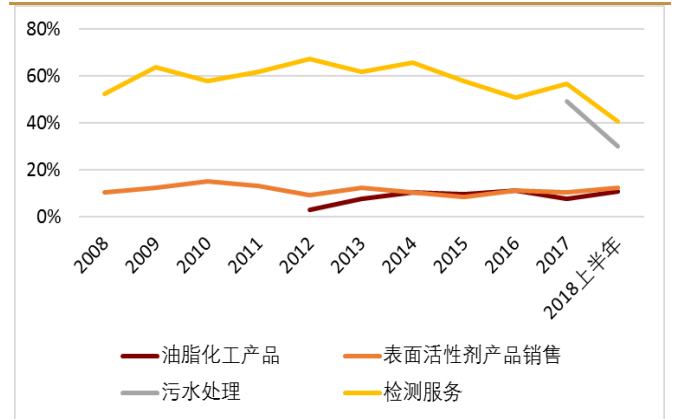
数据来源：wind，西南证券整理

公司毛利率受原料市场影响较大，随着 2018 年上游原料的价格下跌，公司产品整体盈利能力有所提升。2018 年上半年，日用化工业务毛利率 12.44%，较上年同期上升 2.96 个百分点；油脂化工业务毛利率 10.85%，较同期上升 4.25 个百分点。公司新进入的环保行业在 2017 年毛利率达 49.01%，2018 年上半年虽有所下降，但依然处于高位，未来可能发展成为公司的核心支柱产业之一。

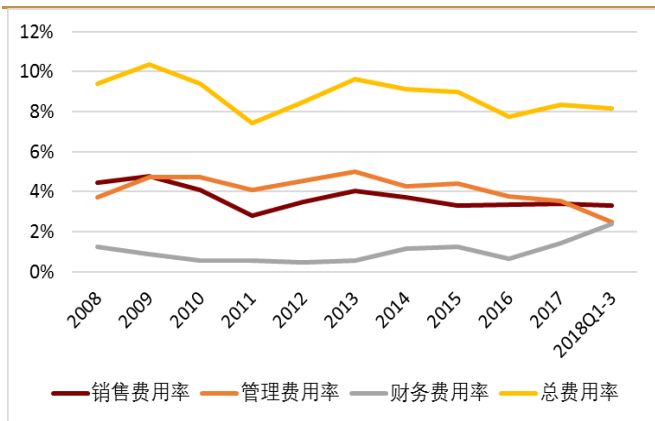
公司三项费用率一直稳定保持在 10% 以下，并且随着公司业务的整合，规模优势不断增大，三项费用率进一步下降。2018 年前三季度总费用率为 8.18%。研发方面，公司依托研究所前身，设有浙江省赞宇表面活性剂重点企业研究院和省级重点实验室，具有较强的研究开发能力，坚持以“科技领先，行业领先”的发展战略，注重科技创新和人才队伍建设。近年来承担国家、省部级研究项目 30 多项，获国家发明专利、国家新产品和部省级科技进步奖 50 余项。近几年来，公司一直向研发中投入大量资金，2017 年已达 1.05 亿元，同比增长 36.36%；相比于 2008 年的 0.13 亿元，年复合增长率达到 34.77%。

图 6：公司历年毛利率净利率


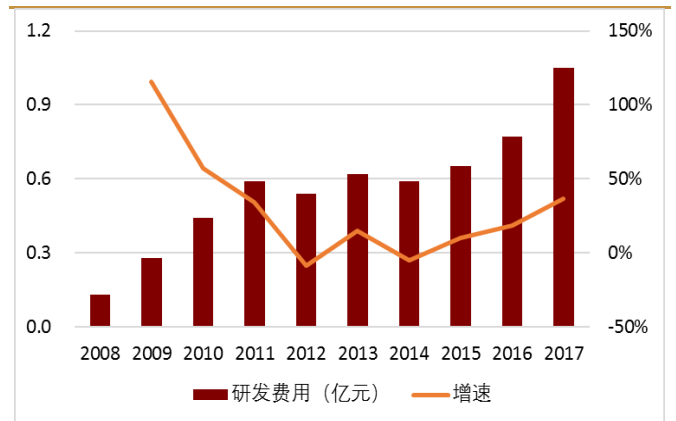
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司主要业务毛利率


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司三项费用率


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司研发费用


数据来源：wind，西南证券整理

2 表面活性剂行业领军企业，转变销售模式稳定利润

2.1 行业发展稳定向好，下游需求热度不减

表面活性剂(SAA)是指在其分子中至少含有一个对显著极性表面具有亲和性的基团(以保证它在大多数情况下的水溶性)和一个对水几乎没有亲和性的非极性基团的化合物；表面活性剂在很低浓度时就能显著降低水的表面张力，在达到一定浓度后可缔合形成胶束，从而具有润湿或抗粘、乳化或破乳、起泡或消泡以及增溶、分散、洗涤、防腐、抗静电等一系列物理化学作用及相应的实际应用，可简化工艺、加速生产、降低成本，还可提高产品质量和使用价值，是一类灵活多样、用途广泛的精细化工产品。表面活性剂由于其可极大地改变物质的界面性质的独特性能，在多个行业领域都有广泛的应用，被喻为“工业味精”，是精细化工产品中最重要的品种。发展表面活性剂行业不仅对于洗涤用品工业具有重要意义，而且对化妆品、纺织、食品、造纸、皮革等领域，以及对于国民经济的支柱产业如能源、机械、化工、材料、医药及农用化学品等的发展都起着不可忽视的作用。

表面活性剂的分类方法很多，根据表面活性剂在水溶液中的电离特性，可以分为阴离子（a-SAA）、阳离子（c-SAA）、两性离子（z-SAA）以及非离子（n-SAA）四大类产品。目前从产量来看，阴离子表面活性剂是第一大类产品，由于原材料易得、成本较低，性能较好，其应用范围和使用量均领先于其他类别。非离子表面活性剂是第二大类产品，而阳离子表面活性剂和两性离子表面活性剂总量较少。公司的主要产品是以 AES、MES 等为代表的阴离子表面活性剂和以烷醇酰胺为代表的非离子表面活性剂。

表 4：表面活性剂按电离特性分类

品种	主要品种	特点
阴离子	LAS、ASE、AESA、LSA、AOS、K12、SPS、SAS、SS、MES、MAP 等	具有原材料易得、成本较低、泡沫丰富及去污性能好等特点、是乳化剂、分散剂、润湿剂、洗涤剂、发泡剂等的重要组成部分
非离子	6501、CMEA、SME、NP、AEO、SPAM、TWEEM 等	具有低泡沫、去污和脱脂能力强等特点，但原材料难得和成本较高等缺点。是低泡洗涤剂、匀染剂、胶体保护剂等的重要组成部分
阳离子	1227、1631、1831	具有柔软、抗静电、杀菌等特性，是柔软剂、抗静电剂、杀菌剂的重要组成部分
两性离子	CAB-30、BS-12 等	具有去污、乳化、同时具备杀菌、抗静电、耐盐、耐酸碱、低刺激性的特点，但因成本高等缺点，主要用于化妆品、个人护理等领域

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

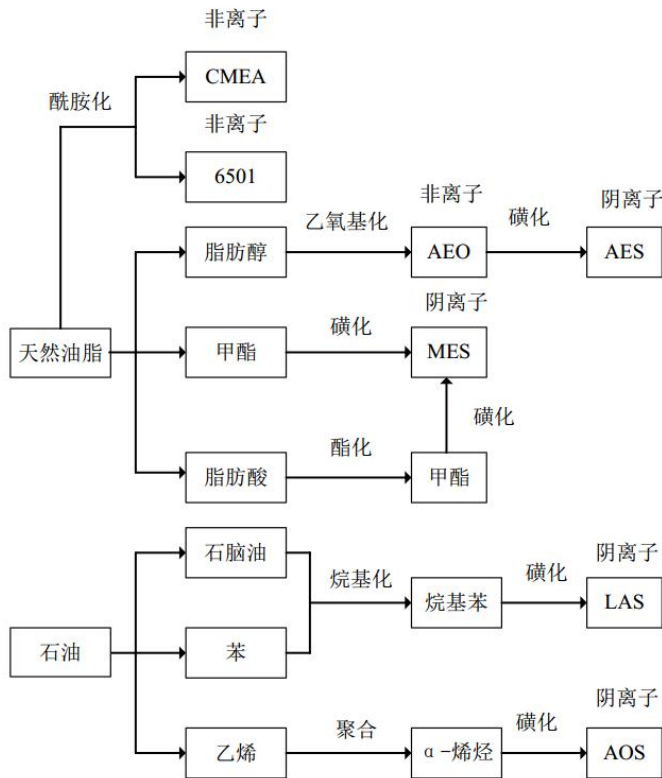
表面活性剂按生产用原材料分类，可以分为天然油脂基表面活性剂和石油基表面活性剂。公司主要产品是以 AES、6501、MES 等为代表的天然油脂基表面活性剂（6501 属于烷醇酰胺类）及 AOS 为代表的石油基表面活性剂。

根据表面活性剂的用途分类，可以区分为日用表面活性剂和工业用表面活性剂。公司主要产品 AES、AESA、LSA、K12、6501、SS、MES 等均为天然油脂基表面活性剂，用于洗涤剂、化妆品和个人护理用品的日用表面活性剂。

表面活性剂作为重要的精细化工产品，世界各国均有生产和销售。包括德国科宁、德国巴斯夫、美国休斯、美国斯泰潘、日本狮王、法国罗地亚、南非沙索等精细化工表面活性剂知名企业，在产销规模、产品门类和产品技术等方面均具有明显的优势。面对来自众多本土企业的价格竞争压力和来自外资企业的品牌竞争压力，公司充分发挥自身在技术本土化和生产工艺成本控制等方面的综合优势，不断改进生产技术和工艺、提升产品品质、降低产品成本，强化针对下游企业的技术营销与服务能力，形成了良好的发展态势。

公司表面活性剂产品具有较好的去污、发泡、分散、乳化、润湿等特性，广泛用作洗涤剂、起泡剂、润湿剂、乳化剂和分散剂。公司主要客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、立白、白猫、蓝月亮、南风化工、威莱、拉芳等国际、国内知名品牌日化企业，销售区域分布在国内华东、华南、西南及华北区域。公司依托于研发力量和规模优势，经过长期的研发积累和市场培育，在某些专业化产品方面已经达到国际先进水平，不仅能够替代进口产品，而且能够凭借品质、成本等方面的综合优势实现出口。目前部分产品出口东南亚、欧美、澳大利亚等国家和地区。

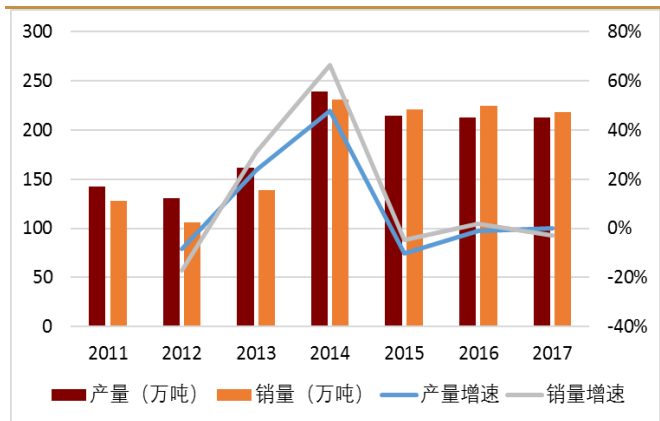
图 10: 公司产品产业链



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

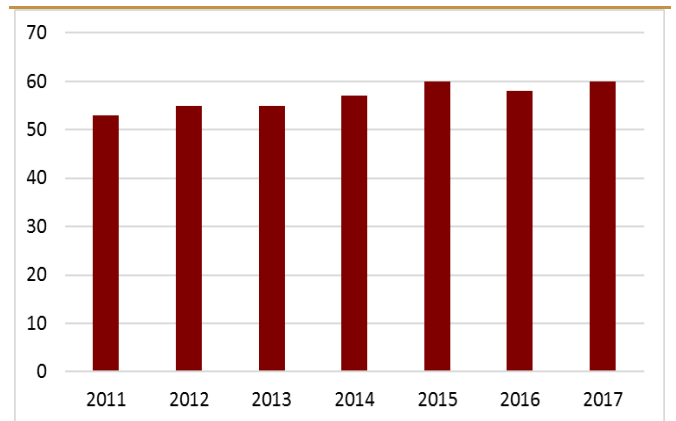
我国表面活性剂行业目前处在稳定状态, 自 2014 年产销量大幅提升以来, 中国表面活性剂产销量一直稳定维持在约 200 万吨左右, 且基本维持产销平衡。2017 年产销量分别为 213.03 万吨和 218.39 万吨, 与 2016 年基本持平。据中国洗协表面活性剂专业委员会统计数据显示, 国内规模以上的表面活性剂企业数量也一直保持稳定维持在约 60 家, 行业格局基本稳定。从产销量构成看, 我国主要的表面活性剂产品为阴离子表面活性剂和非离子表面活性剂, 2017 年阴离子表面活性剂和非离子表面活性剂产量分别为 115.77 万吨、87.13 万吨, 销量分别为 114.04 万吨、85.21 万吨, 二者合计占比达到 90% 以上。

图 11: 我国表面活性剂产销量及增速

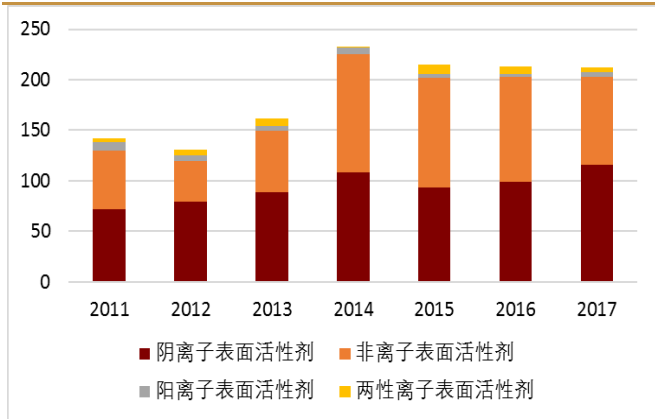


数据来源: 中国洗协表面活性剂专业委员会, 西南证券整理

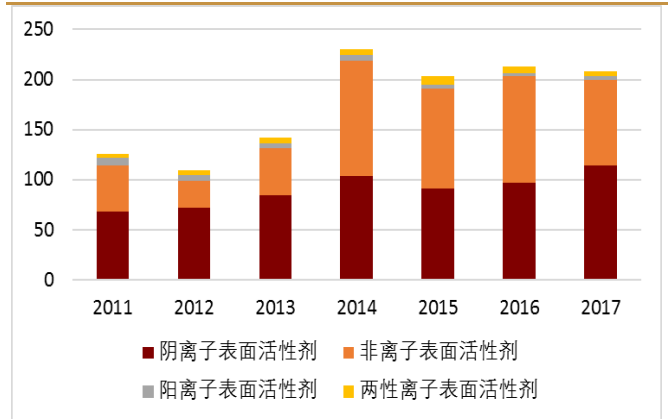
图 12: 我国规模以上表面活性剂生产企业数量 (家)



数据来源: 中国洗协表面活性剂专业委员会, 西南证券整理

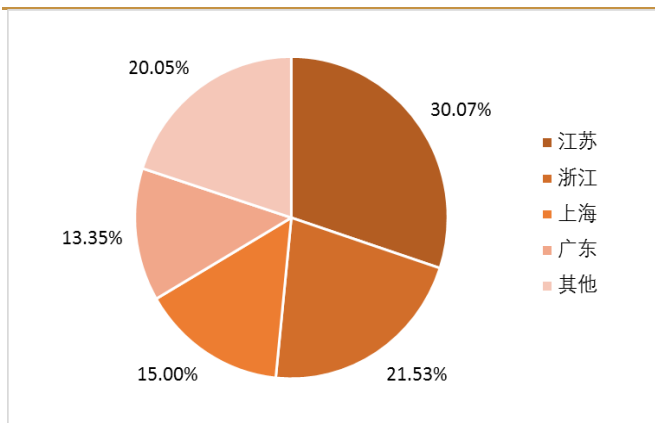
图 13: 我国各类表面活性剂产量(万吨)


数据来源: 中国洗协表面活性剂专业委员会, 西南证券整理

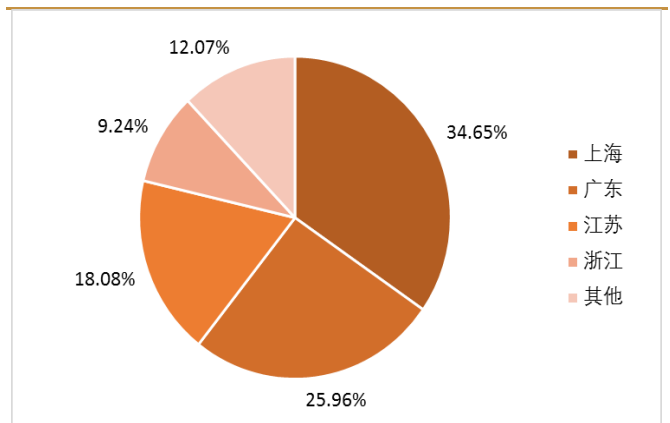
图 14: 我国各类表面活性剂销量(万吨)


数据来源: 中国洗协表面活性剂专业委员会, 西南证券整理

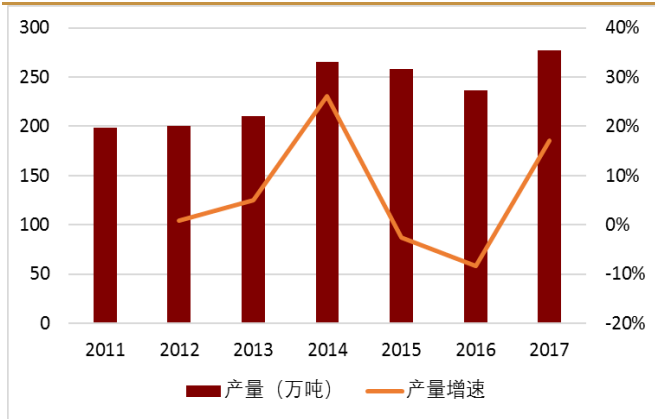
从表面活性剂进出口地域结构上看, 主要进出口省市为上海、广东、江苏、浙江四地, 四地进出口合计占比均达到 75% 以上, 是我国表面活性剂产业的核心地带。公司位于浙江省, 可以说是位于产业腹地, 对于联系产业上下游企业有较大的地域优势。从产业链的上下游来看, 上游原料烷基苯、脂肪醇、脂肪酸等主要产品产量也趋于稳定, 下游产品合成洗涤剂的产量也稳定在较高水平, 整个行业处在成熟发展的时期。公司作为具有综合专业化优势的行业领先企业, 一方面不断优化产品结构, 通过新产品的开发和产业化应用, 提高高附加值新产品收入对销售收入的贡献率, 以稳定和提高了产品整体盈利水平; 另一方面持续改进生产工艺, 扩大生产规模, 利用专业化管理和规模效应不断降低生产成本, 从而实现高于行业平均水平的毛利率, 并持续提升。2017 年公司在表面活性剂市场占有率达 30% 以上。近两年的环保政策愈加严厉, 一批产业中的小企业将由于环保不达标、规模较小等原因面临淘汰。公司在具备科研实力和环保力量加持下将有机会巩固行业龙头地位。

图 15: 阴离子和非离子表面活性剂出口地区分布


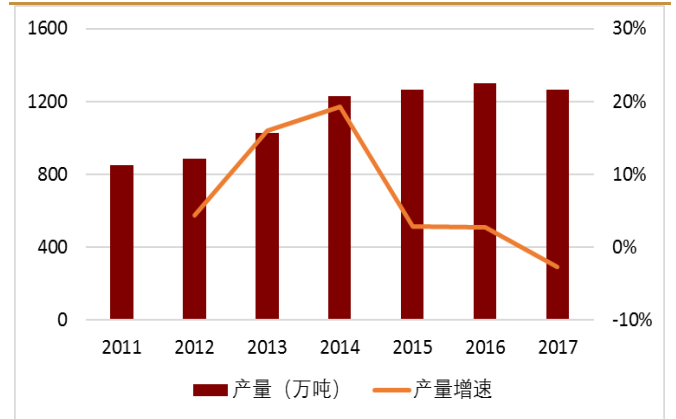
数据来源: 中国洗协表面活性剂专业委员会, 西南证券整理

图 16: 阴离子和非离子表面活性剂进口地区分布


数据来源: 中国洗协表面活性剂专业委员会, 西南证券整理

图 17: 表面活性剂主要原料产量及增长率


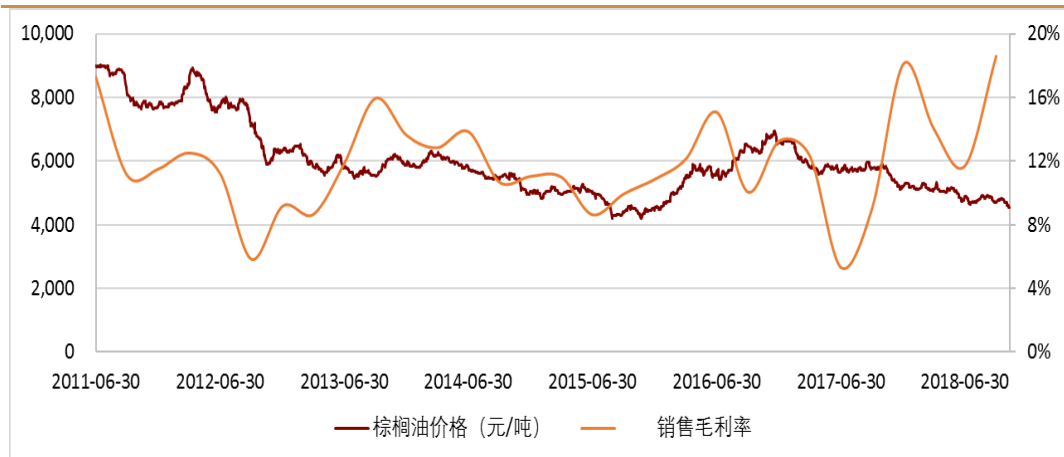
数据来源: 中国洗协表面活性剂专业委员会, 西南证券整理

图 18: 合成洗涤剂产量及增长率


数据来源: wind, 西南证券整理

2.2 积极应对原料价格波动, 销售利润率稳步提升

表面活性剂产品的主要直接原料为脂肪醇, 而最上游原料为棕榈油。棕榈油产地要在印度尼西亚和马来西亚, 两地合计棕榈油产量占全球总产量的 85% 以上。地域集中特征使得两地的库存和产量等数据对全球棕榈油价格走势有重要影响, 进而影响到下游表面活性剂产品的利润。由于行业生产加工周期以及厄尔尼诺现象等极端天气影响, 棕榈油价格常出现波动。2018 年前公司毛利率与棕榈油价格高度相关, 棕榈油价格变动, 导致公司毛利率随之波动。棕榈油价格升高时, 公司相应提高产品价格; 公司约两个月销量的库存产品得以赚取较高的利润。反之, 棕榈油价格下跌时, 公司利润率也将随之下滑。

图 19: 公司毛利率随棕榈油价格变化


数据来源: wind, 西南证券整理

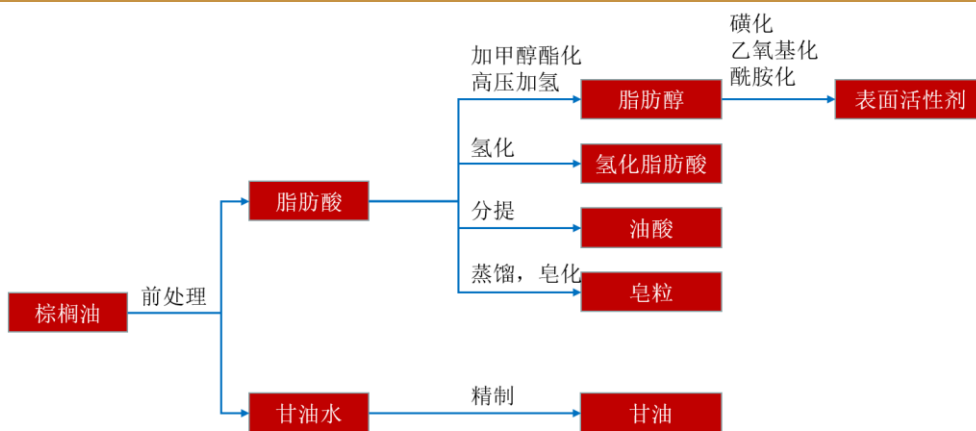
2017 年公司表面活性剂毛利率曾大幅波动。2018 年以来, 公司积极应对棕榈油等原料持续下跌影响, 加强材料采购及存货库存头寸管理, 与下游部分战略客户形成原材料与产品价格联动的定价传导机制。除此之外, 公司通过改变与客户之间的产品销售及加工定价模式, 增大客户来料加工结算业务, 减少材料价格大幅波动对公司产品毛利的影响。虽然今年上半年公司日化业务受来料加工收入不包括材料成本导致营业收入总额有所下降, 但整体毛利水平及产品获利能力却有所回升, 2018 年第三季度毛利率达到 18.57% 的新高。

3 油脂化工行业整合成效初显，看好未来发展

3.1 行业格局重塑，发展空间巨大

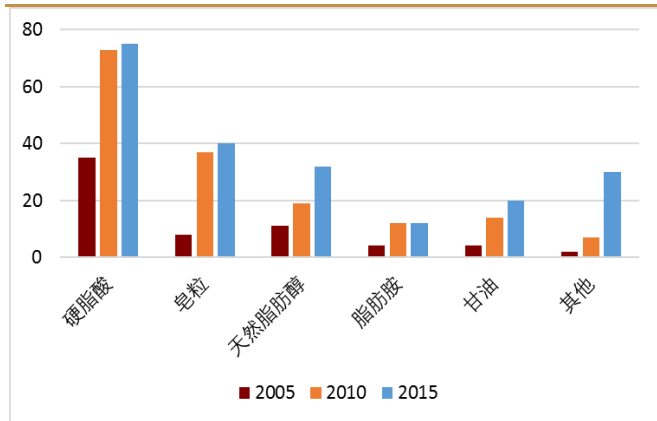
油脂化工包括从含油脂的物料，如植物的种子、果实、根茎和动物的组织、骨骼等，通过各种物理的、化学的、生物的、物理化学的和(或)生物化学的工艺方法进行油脂的制备、精炼和改质，生产各种油脂产品；以及从油脂出发，生产各种皂类产品、各种脂肪酸及脂肪酸衍生物的工业。主要产品包括硬脂酸、脂肪酸、油酸、脂肪醇、脂肪胺、二聚酸、聚酰胺树脂、甘油及其他助剂等油脂化工产品，在日化、塑料、橡胶、涂料、建材、医药、纺织、军工、冶金、矿产等领域均有广泛的应用。

图 20：油脂化工产业链

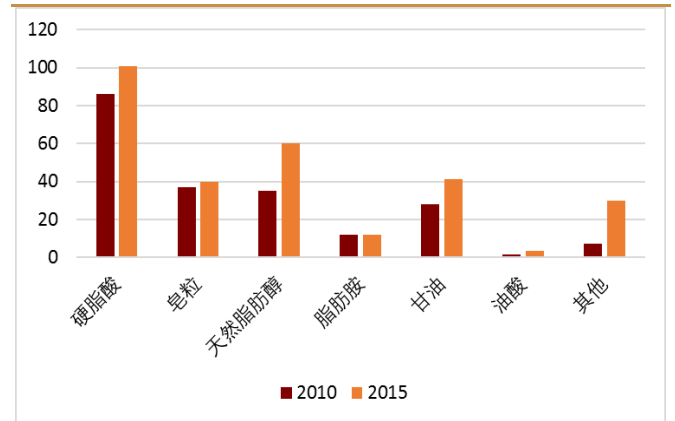


数据来源：公开数据，西南证券整理

国内油化行业近几年来经过了市场调整和产业整合，目前市场格局已经得到了极大改善。由于国内的油化行业受制于环保、原料、工艺等诸多因素限制，小厂难以为继，只有具有规模、成本优势的行业龙头能够保证产销稳定。目前规模以上的优化企业约在 10 家左右。据中国油脂化工行业发展“十三五”规划数据显示，我国主要油化产品在“十二五”期间，均有所增长，其中，脂肪醇的涨幅最高。而主要产品的表观消费量也持续增长。表观消费量远大于产量，因而有较大的净进口量，国内的油脂行业发展仍有较大潜力。而据中国洗协数据显示，2017 年我国硬脂酸和脂肪醇的产量分别为 87.56 万吨和 26.15 万吨，其中硬脂酸的产量还在大幅增长。

图 21: 我国主要油化产品产量 (万吨)


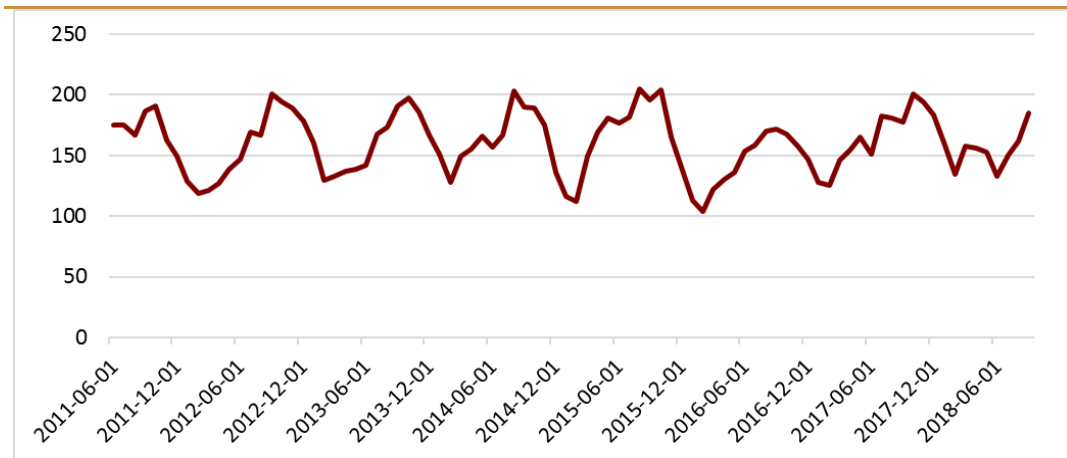
数据来源: 中国油脂化工行业发展“十三五”规划, 西南证券整理

图 22: 我国主要油化产品表观需求量 (万吨)


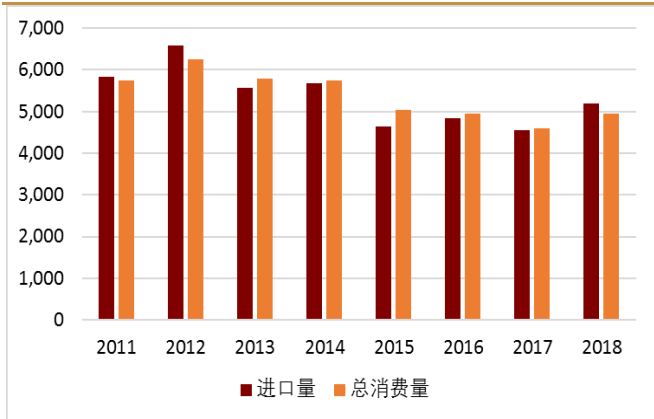
数据来源: 中国油脂化工行业发展“十三五”规划, 西南证券整理

油脂化工产品主要原材料为棕榈油, 原料价格占成本 80% 以上, 世界棕榈油产地主要是在马来西亚和印度尼西亚二者合计产能在全世界占比超过 85%, 我国棕榈油消费也主要靠从两国进口。因此与表面活性剂相似, 油脂化工产品营业利润也极大受制于原料价格影响。棕榈油的产量具有季节周期性, 并且受气候变化等条件影响, 2016 年第四季度棕榈油产量曾大幅下降导致价格上涨。2017 年之后, 棕榈油产量恢复, 棕榈油价格出现新一轮的下跌, 从最高近 7000 元/吨跌至 2018 年 11 月 9 日的 4550 元/吨。

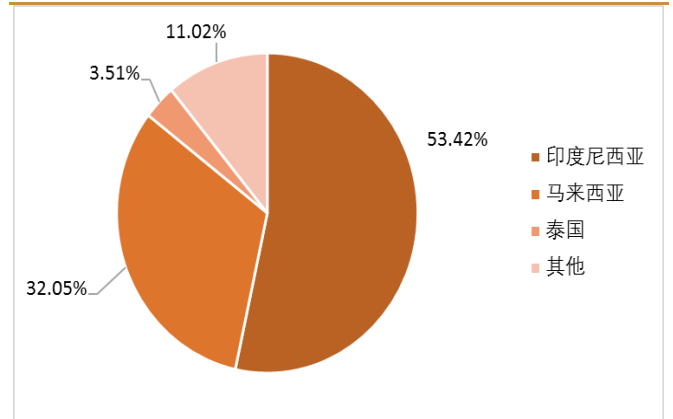
与表面活性剂相同, 棕榈油产量变化引起的价格大幅波动, 对公司油化产品的毛利率也产生了负面影响。2017 年, 公司整体业绩大幅增加的情况下, 毛利率却有所下降。油化产品毛利率 7.79%, 比 2016 年下降了 3.59 个百分点。而这一情况在 2018 年棕榈油价格相对稳定、公司采取多种措施积极应对的前提下, 得以大幅改善。2018 年上半年公司油脂化工产品的毛利率提高至 10.85%, 并且随着公司营业结构的完善, 公司有望大大降低原料价格对公司营业情况的影响, 持续改善公司盈利能力。

图 23: 马来西亚棕榈油产量 (万吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

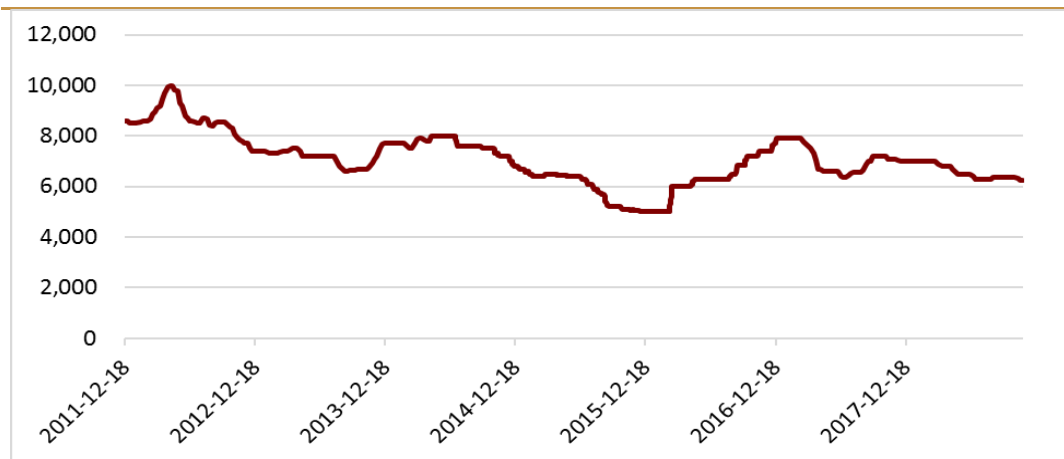
图 24: 我国棕榈油进口量与总消费量 (万吨)


数据来源: 中国油脂化工行业发展“十三五”规划, 西南证券整理

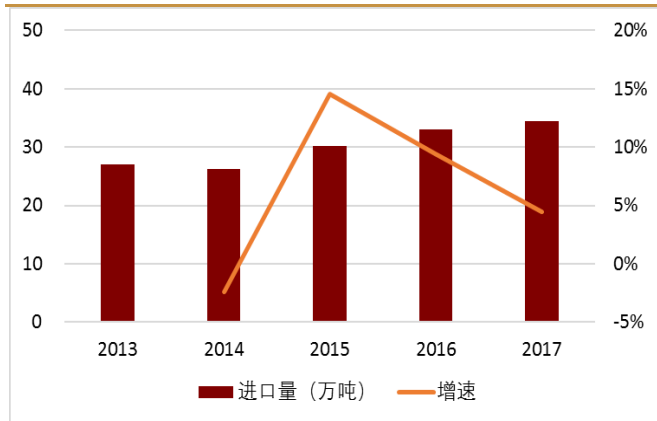
图 25: 世界棕榈油产能结构 (万吨)


数据来源: USDA, 西南证券整理

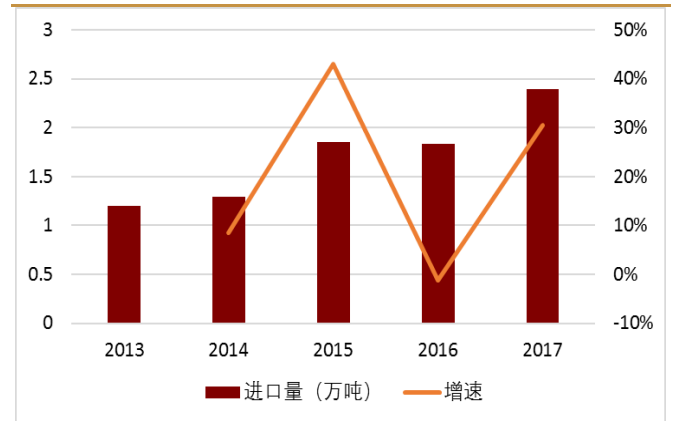
油脂化工行业经近些年的产业整合, 市场格局大幅改善。脂肪酸是油脂中最主要的成分, 也是我国油化产业最主要的产品, 其中产能占比最大的是硬脂酸。受益于行业格局改善和原料价格维持平稳, 主要产品硬脂酸价格趋于稳定, 行业景气度有望持续上升。脂肪醇是作为油脂化工的产品, 是表面活性剂的重要原料之一, 下游需求丰富, 从生产关系上看, 与公司主要业务相关性非常强, 而且随着增塑剂、洗涤剂工业的迅速发展, 脂肪醇产量激增。脂肪醇进口依赖较大, 有比较大的市场空间。另一方面, 油酸一般由植物中提取获得, 是重要的精细化工产品。工业油酸可应用于塑料、洗涤、选矿、油漆等行业, 纯度高的油酸 ($\geq 80\%$) 可用于食品、医药、化妆品等行业。工业需求较为稳定, 其它需求增速较快。高纯油酸是一个标准的利基市场, 国内产量低、进口量大、进口依赖度也非常高, 具有广阔的市场空间。公司未来将扩大油酸产品的市场份额, 油酸市场广阔、毛利率高, 未来将成为公司的战略发展方向之一, 有望提高公司的盈利能力, 业绩增长值得期待。

图 26: 硬脂酸价格 (元/吨)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 脂肪醇进口量及增速


数据来源: 中国油脂化工行业发展“十三五”规划, 西南证券整理

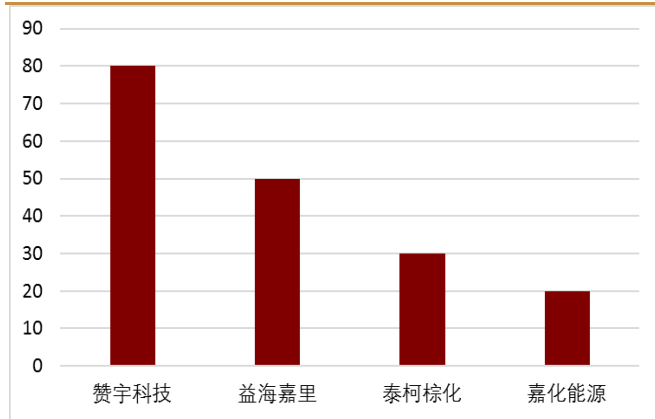
图 28: 油酸进口量及增速


数据来源: USDA, 西南证券整理

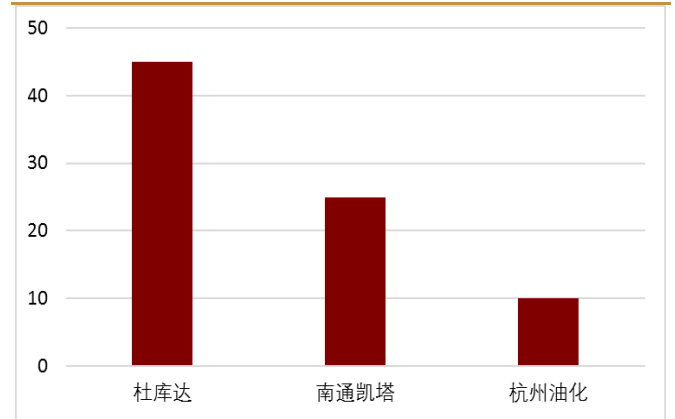
3.2 子公司产能持续增长, 公司业绩向好

公司于 2012 年收购杭州油化公司, 开始进入油脂化工领域。2016 年又收购了南通凯塔、杜库达两家公司股权, 目前已经成为国内油脂化工行业的龙头企业。公司目前主要由三家子公司负责经营公司油脂化工业务, 市场占有率稳步提高。2017 年元月份完成对绿普化工 60% 的股权收购, 进一步丰富了公司助剂类业务的产品线, 增强了公司在细分行业领域的盈利能力。子公司南通凯塔和杜库达 2017 年度产销量约 40 万吨, 与原设定的 70 万吨产销目标存在较大差距, 但 2018 年上半年产销规模保持较好增长。在 2018 上半年, 公司销售油化产品数量为 29.93 万吨, 较上年同期增长了 21.50%, 其中: 公司之控股子公司南通凯塔和杜库达今年上半年实现油化产品销售规模较上年同期增长了 24.73%, 业绩承诺开始慢慢兑现。公司在棕榈油原材料采购方面吸取了 2016 年底高位囤货导致跌价损失的教训, 尽可能做好材料采购与产销平衡, 虽然本期内棕榈油价格下跌 10% 左右, 公司在油脂化学产品的销售毛利较上年同期明显改善。

2017 年公司三家子公司脂肪酸产能合计 80 万吨, 其中印尼杜库达产能 45 万吨。公司总产能在除去以自用为主的产能中, 占比约 40%, 在油脂化工主要产品脂肪酸的产能上具有较大的规模优势, 逐渐稳固油脂化工行业龙头地位, 公司产品不仅在国内销售, 也出口至欧美、东南亚地区。而子公司营业走上正轨后, 行业整合的优势开始显现, 看好公司业绩持续增长。公司在依靠脂肪酸类产品稳定营收的同时, 脂肪醇、油酸等产品的拓展空间将为公司提供更好的发展契机。

图 29：2017 年主要油化企业脂肪酸产能（万吨）


数据来源：中国洗协油脂化工分会，西南证券整理

图 30：子公司脂肪酸产能（万吨）


数据来源：中国洗协油脂化工分会，西南证券整理

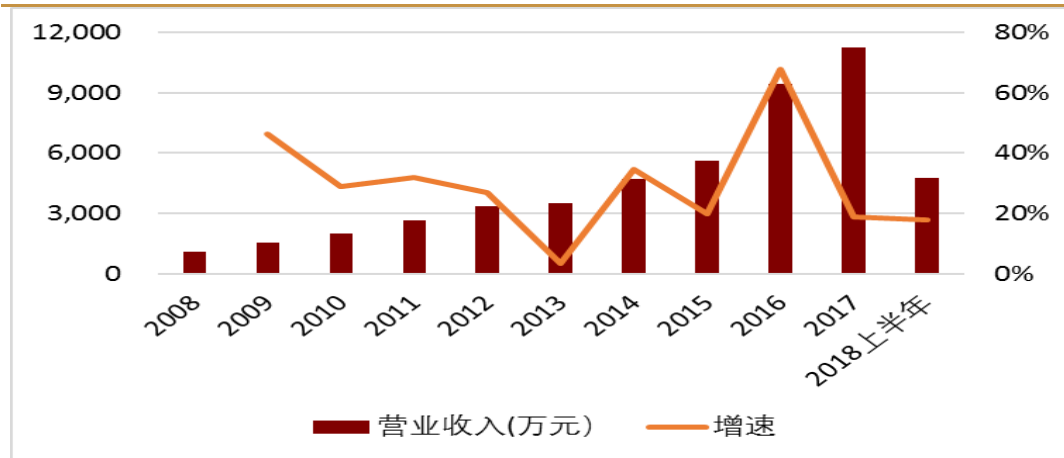
4 检测与环保快速发展，将成新的支柱业务

4.1 检测业务利润率高，有望继续做强做大

公司检测业务涉及食品、化妆品、洗涤用品、保健品、职业健康、安全卫生、环境污染等多个检测领域，主要集中在浙江省内，并逐步向周边邻近省份区域拓展。2017 年度公司各检测子公司，除了积极参加政府部门检测外包业务的招投标外，还大力开拓企业类客户，为受检测企业提供品质管理、环保治理及劳务外包等增值服务，与受检单位建立长期合作关系，保持公司检测业务的稳定增长。

公司 2017 年实现检测服务类营业收入 112,46 万元，较 2016 年同期增长了 18.96%。公司 2017 年检测业务类收入的销售毛利率为 56.47%，较 2016 年同期增加了 5.57 个百分点。2018 年上半年，公司实现检测服务类营业收入 47,89 万元，较上年同期增长了 17.69%。但由于第三方检测业务市场准入门槛的逐步降低，市场竞争格局愈加激烈，服务收费价格水平持续下降，而由于第三方检测业务主要依靠人工服务，因而人力资源成本不断增加，导致毛利率有所降低。2018 年上半年公司检测业务的销售毛利率为 40.47%。

公司子公司浙江公正已提供多年的检测认证服务，在浙江省食品安全检测领域具有较强的公信力和较高的知名度，是该检测领域的龙头企业。浙江公正在 2016 年被认定为国家高新技术企业，而在 2017 年杭康检测也被认定为国家高新技术企业。2018 年上半年，杭康检测完成对浙江润和安全技术有限公司的全部股权收购，公司检测服务进一步向安全技术评价领域延伸，推动公司“制造+服务”双轮驱动发展战略的实施。

图 31: 检测业务营收及增速


数据来源: wind, 西南证券整理

4.2 开拓环保业务，将成新的业绩增长点

2016年1月，公司先后完成对杭州市环境检测科技有限公司70%股权和浙江杭康检测技术有限公司75%股权的收购。公司在原有第三方检测业务的基础上成功拓展到了环境检测领域。公司于2017年10月完成对新天达美控股权收购后，拓展了在污水治理工程及营维服务方面的产业布局。

新天达美是一家水资源保护与利用的解决方案和运营服务提供商，在湖北、浙江、江苏、四川、广西、广东、安徽、山西等省市已建成近百个污水处理和河流湖泊生态修复项目，其主营业务分工程设计、施工建设及污水厂运营三大块。新天达美采用自主知识产权的“STCC 碳系载体生物滤池技术”，为城镇污水处理、湖泊水质净化与生态修复、河流水生态保护、污水处理厂升级改造等水资源利用提供技术解决方案、工程建设、装置设备和技术服务，主要业务模式包括EPC、BOT、PPP等，在湖北省、重庆市、浙江省、江苏省、宁夏回族自治区等地区建设和营运多个污水处理项目。

2016年12月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于全面推行河长制的意见》；2018年1月2日，《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》由中共中央、国务院发布，自2018年1月2日起实施。“推进乡村绿色发展，打造人与自然和谐共生发展新格局”作为乡村振兴战略的重要内容，将为公司控股子公司新天达美在水资源保护、水域岸线管理、水污染防治、水环境治理等工程建设及运维服务领域，特别是农村水环境治理和农村饮用水水源保护，实施农村生态清洁小流域建设等方面，提供较好的历史发展机遇。

新天达美承诺归母净利润2017年度不低于8000万元，2018年度不低于10660万元，2019年度不低于13000万元。2017年度新天达美扣除非经常性损益的归母净利润为8107万元，完成本年业绩承诺，未来将进一步增厚上市公司业绩水平。新天达美积极拓展湖北蕲春县乡镇生活污水治理工程PPP项目，该项目预计投资总额为36026万元（不含建设期利息和铺底流动资金），将进一步增厚公司在污水处理环保产业的经营业绩。众多将要完成的在建项目也将陆续为公司提供盈利点。2018年上半年，随着国家宏观经济政策及货币政策的调整，各级政府部门虽然对PPP业务的总体发展规模及速度有所控制，但在污水治理方

面仍继续给予大力的政策支持。随着乡村振兴计划的不断落地与实施，将为新天达美参与村镇污水处理治理工程提供较好的市场发展机遇。

表 5：公司污水处理在建项目

项目名称	累积投入金额 (万元)	项目进度
新天达美—滹水散花跨江合作示范	3970	44.32%
新天达美—银川水污染防治 PPP 项目	16313	100%
新天达美—英山水污染防治 PPP 项目	18157	90%
重庆南川区都市休闲食品综合产业园区污水处理项目	5748	99%
石首市城北污水处理厂二期工程项目	5608	99%

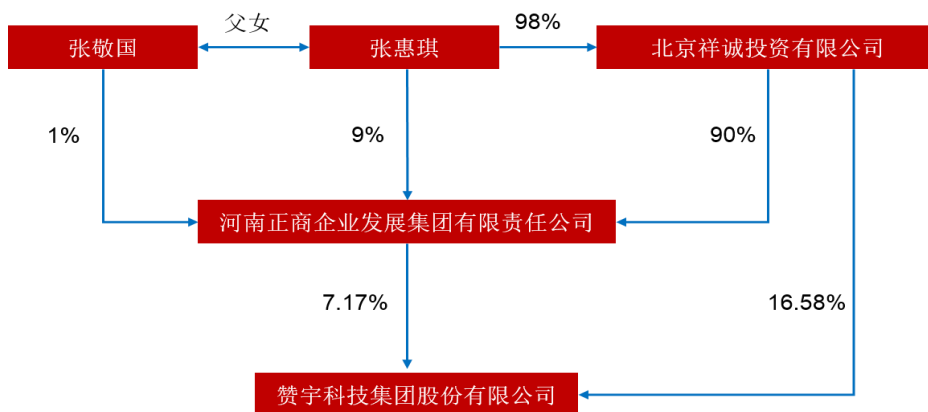
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前产业布局由表面活性剂及油脂化学品精细化工制造为主，向第三方检测、环保治理工程及营维服务领域延伸，逐步形成“制造+服务”的双轮驱动产业发展格局。可以预见，利润率较高的检测、环保业务将成为公司重点发展的业务。

5 实际控制人变更，公司有望发展提速

2018 年 7 月 24 日，公司发布公告，河南正商企业发展集团有限责任公司直接持有公司股份 3028 万股，占总股本的 7.17%；通过杭州永银投资合伙企业（有限合伙）间接控制公司 7000 万股股份，占公司总股本的 16.58%。将合计控制公司股份 10028 万股，占公司总股本的 23.7%。公司实际控制人由方银军更改为张惠琪。

图 32：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

正商集团于 1995 年创立于郑州，是集房地产开发、精细化工、环保、工程建设、物业服务、酒店管理、医院管理、投资和信托基金管理于一体的跨国企业集团。经营区域涵盖河南、浙江、北京、湖北、山东、海南、中国香港等地，同时业务发展至美国、日本、新加坡、印尼等国家。收购赞宇科技股份后，目前公司控制中国香港主板上市公司正恒国际控股 (00185.HK)、美国纽约证券交易所上市公司 Global Medical REIT, Inc(GMRE .NYSE)、深交所上市公司赞宇科技 (002637.SZ) 和新三板上市公司兴业物联 (872196.OC)，同时参股郑州银行 (06196.HK、002936.SZ)，为其第三大股东。正商集团主要经营业务为房地产

开发，是房地产开发一级资质企业。截至 2018 年，公司相继开发 80 余个项目，累计开发建筑面积 2500 万 m²，其他经营业务如工程建设、精细化工、环保、物业管理等占有相当比例。

2017 年正商地产销售额 326.67 亿元，销售面积 282.9 万平方米，连续六年销售额和销售量位居郑州第一名。2017 年度纳税额 36.2 亿元，位居河南省前列。2018 年正商集团蝉联中国房地产百强企业、“2018 中国房地产开发企业 50 强”，荣膺“2018 中国房地产开发企业运营效率 10 强”。河南正阳建设工程集团有限公司为国家特级资质建筑企业；河南正商物业管理有限公司和兴业物联 (872196.OC) 均为国家物业管理一级资质企业。2018 年 3 月，“正商”获得中国“驰名商标”认证。

正商集团实力雄厚，以其主营的房地产业为支撑，发展形势大好。其立足人口大省河南省，有利于赞宇科技公司日化表活和油化业务产品拓宽新的销售市场。其主营的房地产业与公司的污水处理等环保业务也能够协同发展，将有利于支持公司新业务的快速发展，为公司业绩持续增长提供新的有利因素。

6 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计 2018-2020 年表面活性剂销量分别为 49.32、54.46、58.06 万吨，不含税价格均 7200 元/吨，毛利率分别为 12%、13%、13%。

假设 2：预计 2018-2020 年油脂化工产品销量分别为 63.00、76.50、85.50 万吨，不含税价格均 6000 元/吨，毛利率维持在 12%。

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	6908.28	7856.09	9141.18	10066.39
	增速	58.42%	13.72%	16.36%	10.12%
	成本	6157.31	6766.34	7828.61	8604.92
	毛利率	10.87%	13.87%	14.36%	14.52%
表面活性剂产品	收入	3172.44	3551.04	3921.12	4180.32
	增速	29.19%	11.93%	10.42%	6.61%
	成本	2836.36	3124.92	3411.37	3636.88
	毛利率	10.59%	12.00%	13.00%	13.00%
油脂化工产品	收入	3298.30	3780.00	4590.00	5130.00
	增速	114.49%	14.60%	21.43%	11.76%
	成本	3041.29	3326.40	4039.20	4514.40
	毛利率	7.79%	12.00%	12.00%	12.00%
其他	收入	437.54	525.05	630.06	756.07
	增速	19.12%	20.00%	20.00%	20.00%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	成本	279.66	315.03	378.03	453.64
	毛利率	63.92%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72 元、0.93 元、1.05 元，对应 PE 分别 10X、8X、7X；参考可比公司（嘉化能源、拉芳家化）2018-2020 年 PE 分别为 14X、12X、10X，公司估值低于可比公司估值，给予公司未来六个月 11X 估值，对应目标价为 10.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元, 2018 年 11 月 23 日)	每股收益(元)				市盈率			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
600273.SH	嘉化能源	8.95	0.65	0.87	1.04	1.20	14.70	10.17	8.49	7.39
603630.SH	拉芳家化	14.15	0.79	0.83	0.98	1.14	34.69	17.28	14.72	12.63
算术平均值							24.70	13.73	11.61	10.01

数据来源：wind，西南证券整理

7 风险提示

上游原料价格大幅波动，表面活性剂和油脂化工产品价格大幅下降，并购标的如未达业绩承诺导致商誉减值的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6908.28	7856.09	9141.18	10066.39	净利润	157.81	382.70	489.86	555.50
营业成本	6157.31	6766.34	7828.61	8604.92	折旧与摊销	221.19	203.12	219.60	229.42
营业税金及附加	15.33	19.64	25.60	28.19	财务费用	99.79	141.41	127.98	130.86
销售费用	234.89	247.47	315.37	352.04	资产减值损失	99.79	30.00	20.00	10.00
管理费用	243.45	252.01	307.55	342.26	经营营运资本变动	155.72	315.68	60.90	-39.18
财务费用	99.79	141.41	127.98	130.86	其他	-544.90	-83.66	-74.72	-68.51
资产减值损失	99.79	30.00	20.00	10.00	经营活动现金流净额	189.40	989.25	843.61	818.09
投资收益	33.69	5.00	0.00	0.00	资本支出	-536.45	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	84.35	48.83	55.51	58.09	其他	-299.73	53.83	55.51	58.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-836.18	3.83	5.51	8.09
营业利润	193.32	453.05	571.59	656.21	短期借款	531.35	-579.79	-531.40	-40.76
其他非经营损益	-4.10	1.94	1.32	-0.28	长期借款	379.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	189.22	454.99	572.91	655.93	股权融资	26.43	0.00	0.00	0.00
所得税	31.42	72.29	83.05	100.43	支付股利	-62.52	-31.89	-61.23	-78.38
净利润	157.81	382.70	489.86	555.50	其他	-42.35	-109.54	-127.98	-130.86
少数股东损益	-1.62	76.54	97.97	111.10	筹资活动现金流净额	832.08	-721.21	-720.61	-250.00
归属母公司股东净利润	159.43	306.16	391.89	444.40	现金流量净额	173.99	271.86	128.51	576.18
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	513.74	785.61	914.12	1490.30	成长能力				
应收和预付款项	987.30	1253.56	1487.91	1646.94	销售收入增长率	58.42%	13.72%	16.36%	10.12%
存货	989.96	675.42	780.86	858.91	营业利润增长率	-3.15%	134.35%	26.16%	14.80%
其他流动资产	226.15	240.31	259.50	273.32	净利润增长率	-18.31%	142.51%	28.00%	13.40%
长期股权投资	208.21	208.21	208.21	208.21	EBITDA 增长率	48.35%	55.08%	15.24%	10.59%
投资性房地产	258.13	258.13	258.13	258.13	获利能力				
固定资产和在建工程	2409.22	2279.83	2133.97	1978.28	毛利率	10.87%	13.87%	14.36%	14.52%
无形资产和开发支出	641.14	618.34	595.55	572.75	三费率	8.37%	8.16%	8.21%	8.20%
其他非流动资产	135.41	134.47	133.54	132.60	净利率	2.28%	4.87%	5.36%	5.52%
资产总计	6369.27	6453.88	6771.78	7419.44	ROE	5.78%	12.45%	13.99%	13.96%
短期借款	1151.95	572.16	40.76	0.00	ROA	2.48%	5.93%	7.23%	7.49%
应付和预收款项	1592.38	1837.92	2195.49	2360.67	ROIC	7.27%	14.10%	18.07%	20.60%
长期借款	379.18	379.18	379.18	379.18	EBITDA/销售收入	7.44%	10.15%	10.06%	10.10%
其他负债	517.67	590.79	653.89	700.00	营运能力				
负债合计	3641.19	3380.04	3269.32	3439.85	总资产周转率	1.23	1.23	1.38	1.42
股本	422.20	423.45	423.45	423.45	固定资产周转率	3.62	4.19	4.70	5.30
资本公积	1147.83	1146.58	1146.58	1146.58	应收账款周转率	17.80	15.31	16.45	15.63
留存收益	613.81	888.08	1218.74	1584.76	存货周转率	6.04	8.11	10.73	10.47
归属母公司股东权益	2159.68	2428.89	2759.55	3125.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.04%	—	—	—
少数股东权益	568.40	644.94	742.91	854.01	资本结构				
股东权益合计	2728.09	3073.84	3502.47	3979.59	资产负债率	57.17%	52.37%	48.28%	46.36%
负债和股东权益合计	6369.27	6453.88	6771.78	7419.44	带息债务/总负债	42.05%	28.15%	12.84%	11.02%
					流动比率	0.87	1.03	1.25	1.46
					速动比率	0.55	0.80	0.97	1.17
					股利支付率	39.22%	10.41%	15.62%	17.64%
					每股指标				
					每股收益	0.38	0.72	0.93	1.05
					每股净资产	5.10	5.74	6.52	7.38
					每股经营现金	0.45	2.34	1.99	1.93
					每股股利	0.15	0.08	0.14	0.19
业绩和估值指标									
EBITDA	514.30	797.59	919.16	1016.49					
PE	19.95	10.39	8.11	7.16					
PB	1.47	1.31	1.15	1.02					
PS	0.46	0.40	0.35	0.32					
EV/EBITDA	6.18	2.97	1.86	1.08					
股息率	1.97%	1.00%	1.93%	2.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn